

中国汽车产业展望报告之二：

# 汽车股还有戏吗？

分析师 彭勇  
SAC: S0160517110001  
pengy@ctsec.com

分析师 吴鹏  
SAC: S0160518110001  
wupeng@ctsec.com



汽车行业仍具较大增长空间

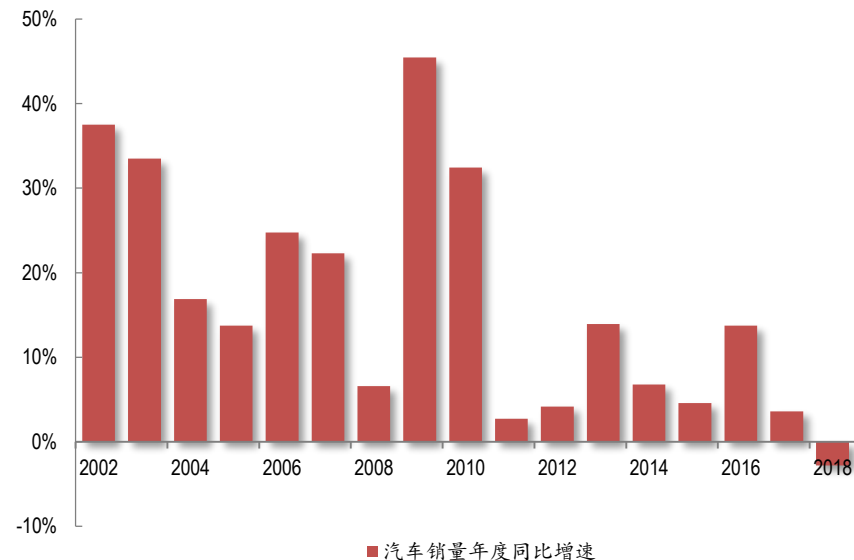
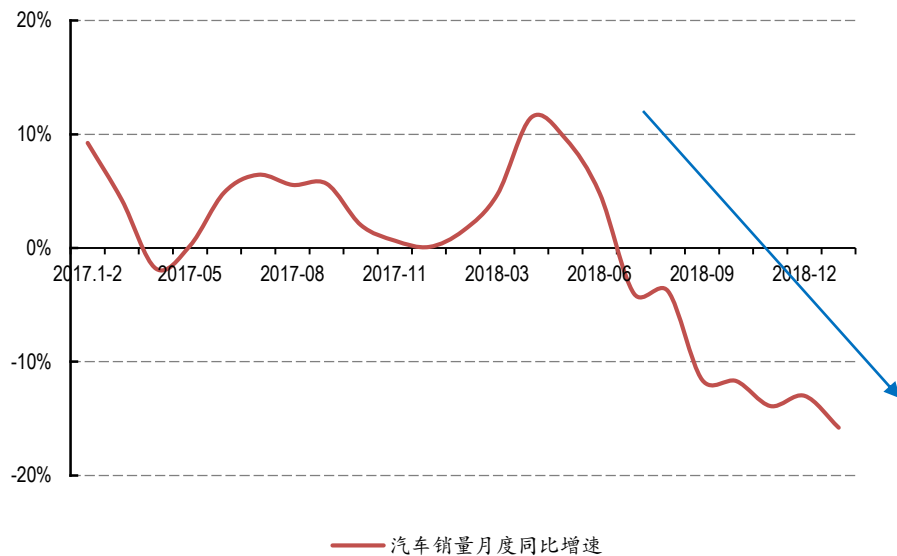
汽车行业具有典型早周期性

汽车股表现具有明显超前性

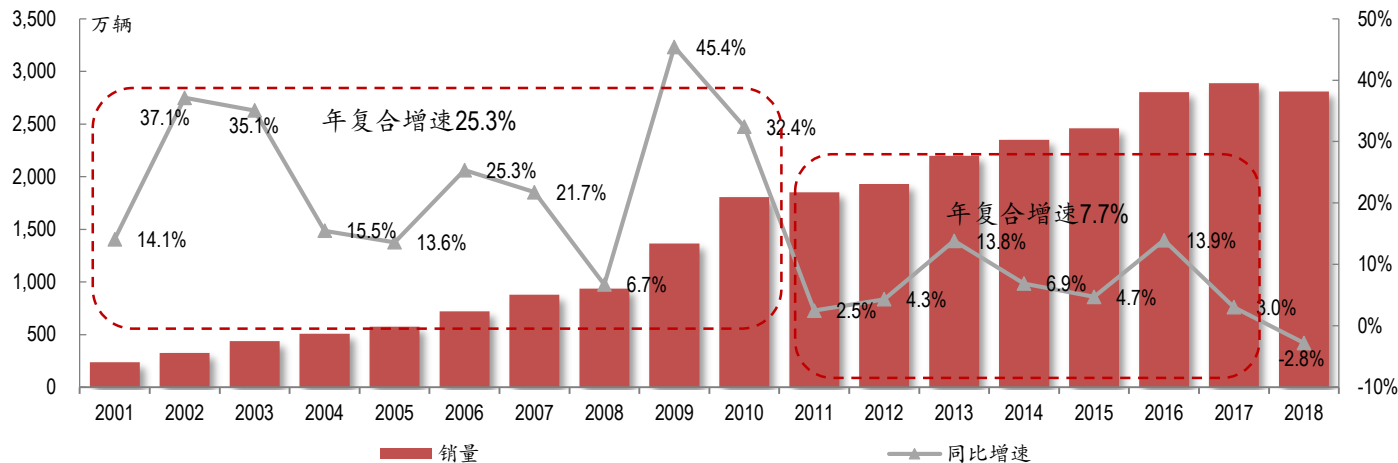
行业复苏正当时，汽车起来买什么？

## 行业首现年度负增长，但言顶尚早

- ◆ 2018年是中国汽车行业发展史上标志性的一年，28年来首次出现年度销量负增长，全年销量同比下滑2.8%。
- ◆ 当前车市已连续7个月销量同比负增长，创下历史最长连续下滑月数，且跌势未止。
- ◆ 结合中国汽车普及率和海外成熟市场发展历程，我们认为中国汽车产销规模仍有较大增长空间，以年度销量首次负增长来推断中国汽车销量见顶的观点过于武断。

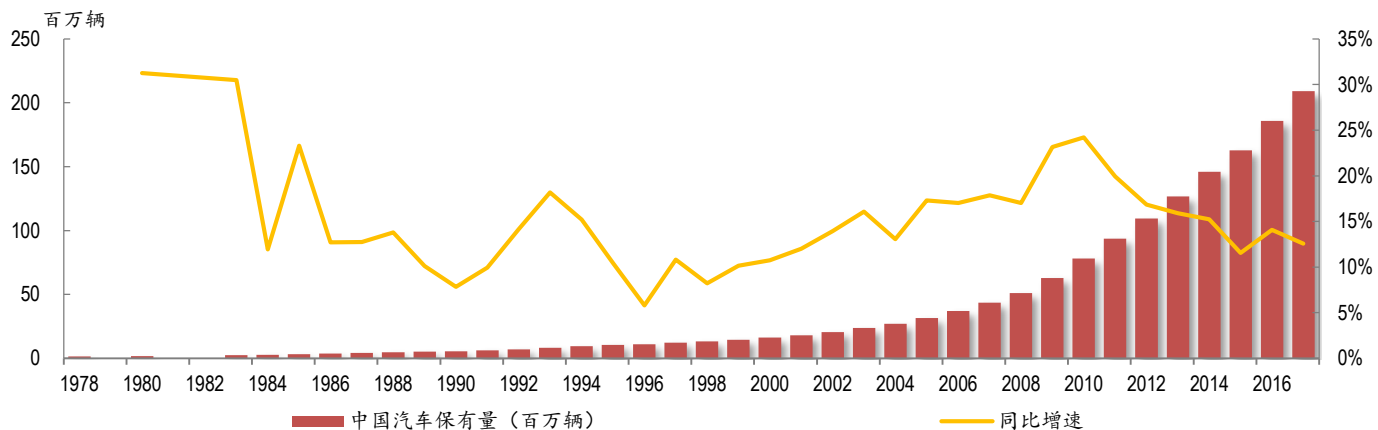


# 基于国际对标视角，预测中国汽车行业空间



◆ 中国汽车销量：自21世纪初汽车工业爆发以来，中国汽车销量一度由2001年的235.9万辆增长至2018年的2808.1万辆。

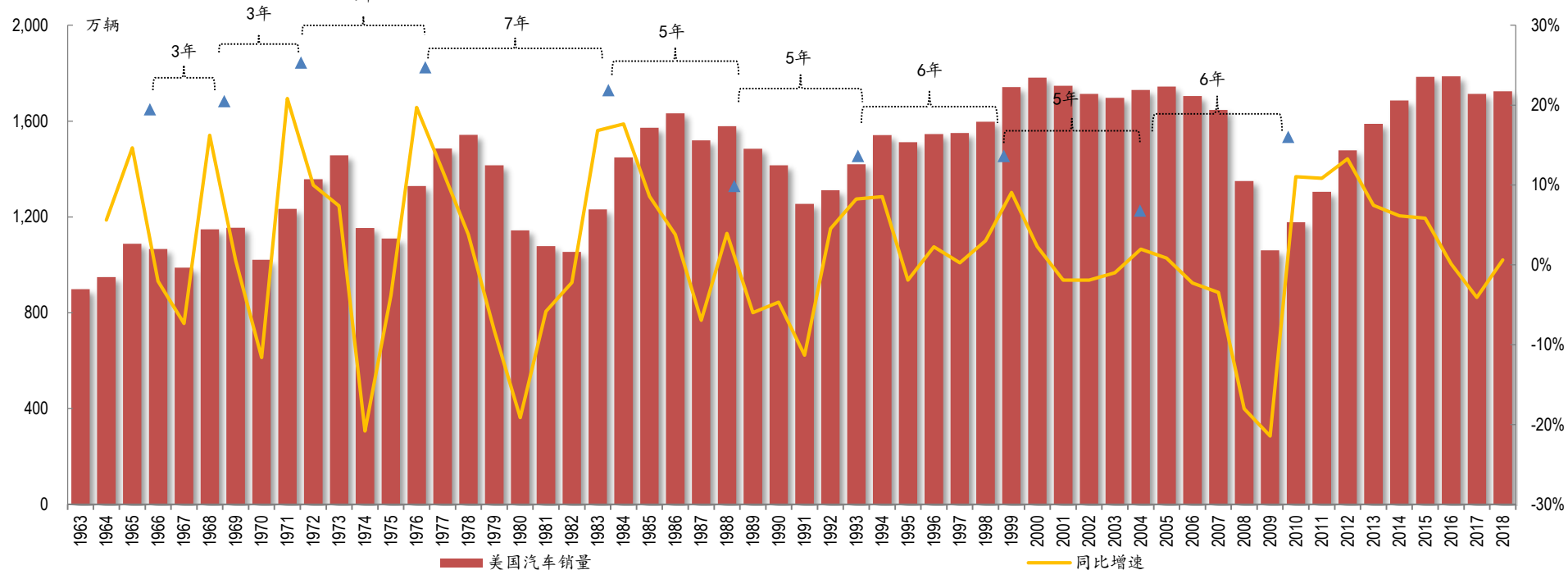
◆ 中国汽车保有量：截至2017年，中国汽车保有量为2.1亿辆，尽管汽车销量于2018年迎来首个年度负增长，但保有量仍保持10%以上的增速增长。



◆ 我们认为，无论是销量还是保有量，中国车市远未见顶。我们将基于国际对比视角，以求预测中国汽车行业的空间。

# 美国汽车市场：销量增速呈现典型周期性，当前已遇销量瓶颈

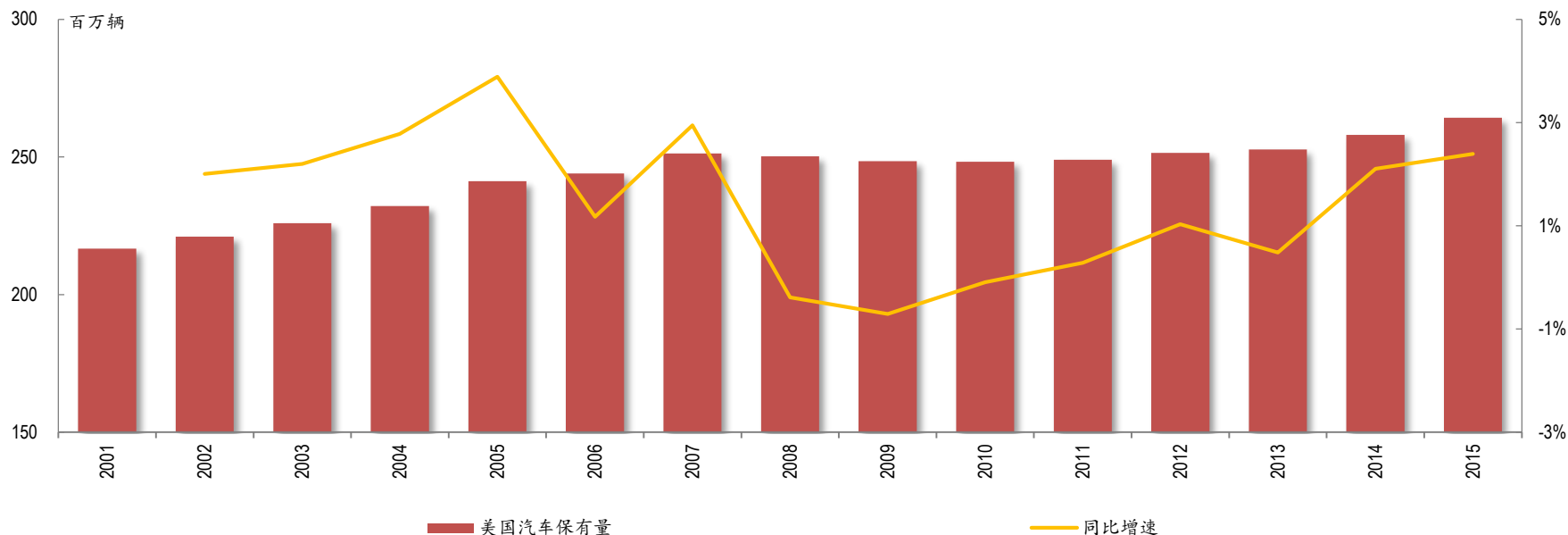
- ◆ 从销量增速来看，美国汽车市场在1976年以前基本保持3-4年一个小周期。此后每个周期的跨度拉长，1976年至今基本保持5-7年一个周期。纵贯历史，美国汽车市场的周期性非常明显。
- ◆ 1931年美国汽车销量达223万辆，直到1963年达899万辆，此阶段为美国汽车市场的普及前期。1963年至1987年，美国汽车销量的复合增速为2.2%，随后增速中枢明显降档，1988年至2000年销量复合增速为1.0%，至2000年达到销量高点1781万辆。此后美国汽车市场正式进入存量阶段，销量再未突破1790万辆瓶颈。



数据来源：美国汽车制造商协会，财通证券研究所

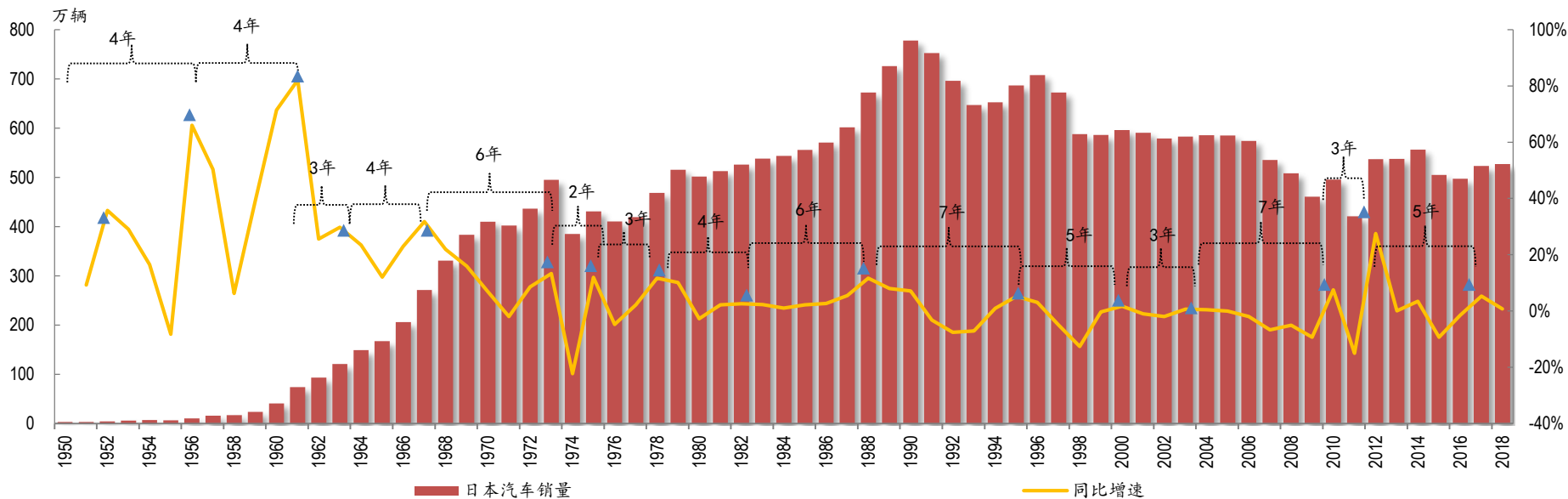
## 美国汽车市场：保有量基本维持2.6亿辆水平

- ◆ 美国汽车市场是全球最成熟的汽车市场之一，2001-2015年美国汽车保有量从2.2亿辆缓慢增长至2.6亿辆，年复合增速为1.4%。其中2008年保有量2.5亿辆，同比下滑0.4%，为首次保有量下滑，预示美国汽车市场已进入完全的存量阶段。近几年美国汽车保有量基本维持在2.5-2.6亿辆的水平。
- ◆ 美国汽车市场已步入典型的存量市场阶段，普及需求基本已被消耗，旧车报废后换新是销量的主要增长动力。因此呈现保有量维持稳定，销量周期波动的特征。



## 日本汽车市场：周期性显著，已处存量市场阶段

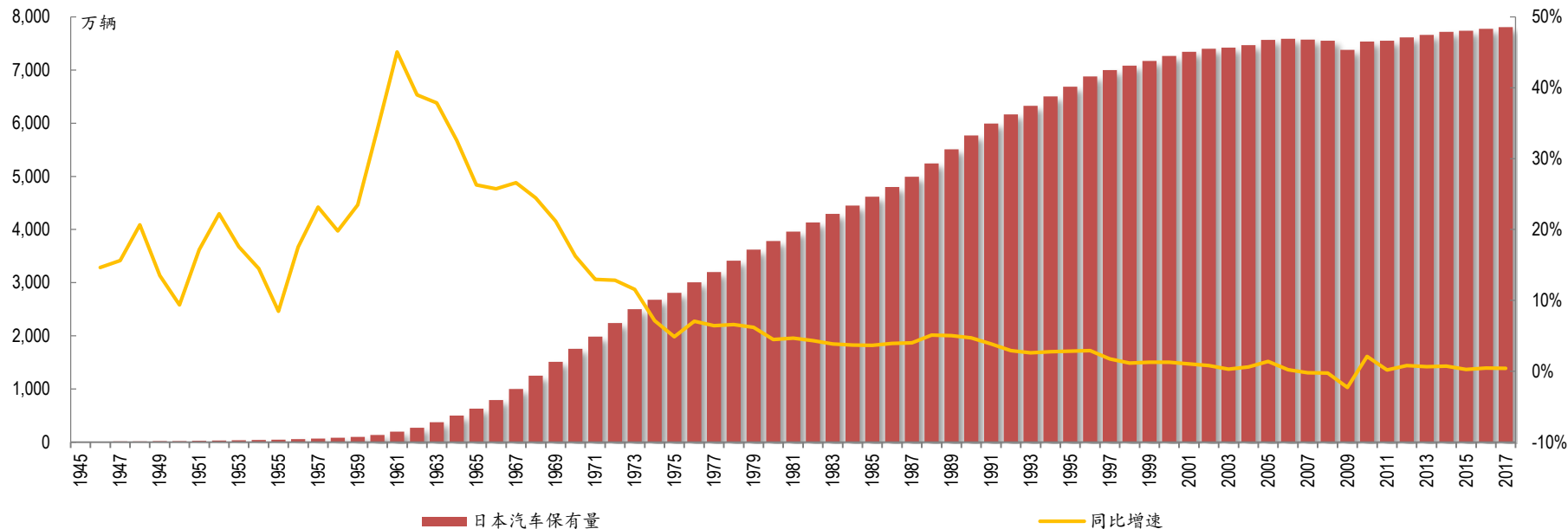
- ◆从销量增速来看，日本汽车市场在1982年以前基本保持3-4年一个小周期。此后每个周期的跨度拉长，1982年至今基本保持5-7年一个周期。也就是说，随着车市成熟度越来越高，车市周期的时间间隔逐渐拉长。
- ◆日本汽车市场的成长分为“两浪”完成（两个阶段）：第一阶段是1950年到1973年，20余年时间实现汽车销量由3万辆到495万辆的快速增长；第二段是1974年到1990年，1974年销量在上一阶段高点的基础上大幅回落至385万辆，此后不到20年时间又从385万辆提升至778万辆，1990年后日本汽车销量大幅回落，此后再也未突破778万辆的天花板。
- ◆当前日本汽车销量基本维持500-600万辆区间，处于典型的存量市场阶段。



数据来源：日本自动车工业协会，财通证券研究所

## 日本汽车市场：保有量处于7800万辆水平，瓶颈已至

- ◆ 日本汽车保有量的快速提升期发生在1997年以前，从1945年的11万辆一直提升至1997年的7000万辆，随后保有量的增长速度显著放缓，2007年保有量首次下滑，1997年至2018年20年间，保有量仅从7000万辆提升至7808万辆，显示保有量即将见顶。
- ◆ 日本汽车市场已步入典型的存量市场阶段，普及需求消耗殆尽。2017年日本汽车保有量7808万辆，近几年保有量增速均维持在0.5%以下，瓶颈显然已至。



数据来源：日本自动车工业协会，财通证券研究所

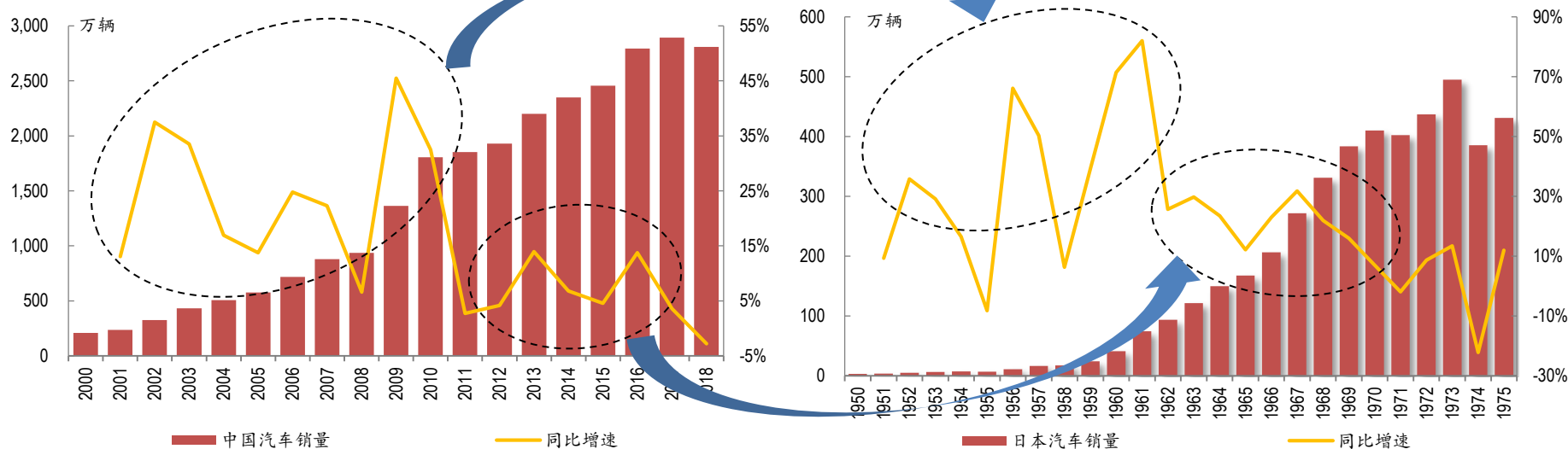


# 中国汽车市场处于国外成熟市场的哪一阶段？

◆ 由于数据的可获得性受限，我们只将中国汽车市场与美国、日本汽车市场这两大成熟市场对比，以求将现阶段的中国汽车市场对应美国、日本汽车市场发展进程中的某一阶段，再以此作为推演未来中国市场发展的参照。由于各国资源禀赋差异巨大，因此此类对比仅能作为一种参考。

◆ 从数据对比的角度，我们发现，**中国汽车市场与日本汽车市场可比性更强**，当前中国汽车市场与**1971年**附近的日本汽车市场较为相似：

◆ **相似点一**：当前中国汽车市场经历了2000年到2010年三轮周期后增速明显降档，且在降档增速期又经历了2011年至2017年两轮小周期，并于2018年迎来首个年度负增长。日本汽车市场在1950年到1962年同样经历三轮周期，后销量增速明显降档，且在降档增速期又经历了1962年到1970年两轮小周期，到1971年销量增速转负（可以理解为首个年度负增长，尽管在快速普及期的1955年曾出现过一次年度负增长）。



数据来源：中汽协，日本自动车工业协会，财通证券研究所

## 中国汽车市场处于日本的哪一阶段？

◆ **相似点二：**日本汽车销量首个年度下滑出现在**1971年**（剔除普及初期的异常下滑年度1955年），当年销量同比下滑1.9%；当年保有量至1985.8万辆，同比仍增长12.9%。中国汽车销量首个年度负增长将出现在2018年，而2017年保有量2.09亿辆，同比仍增长12.6%。也就是说，当销量出现首个年度负增长时，中国和日本汽车保有量仍处于较高速增长阶段，且同比增速都近13%，也说明当前的中国汽车市场和1971年附近的日本汽车市场很相似。

年度	日本汽车销量 (万辆)	同比增速	日本汽车保有量 (万辆)	同比增速
1961	74.3	82.0%	196.4	45.1%
1962	93.3	25.6%	272.9	39.0%
1963	121.1	29.7%	376.2	37.9%
1964	149.4	23.4%	498.8	32.6%
1965	167.5	12.1%	630.0	26.3%
1966	206.0	23.0%	792.1	25.7%
1967	271.5	31.8%	1002.9	26.6%
1968	330.9	21.9%	1248.2	24.5%
1969	383.5	15.9%	1512.7	21.2%
1970	410.0	6.9%	1758.2	16.2%
1971	402.1	-1.9%	1985.8	12.9%
1972	436.7	8.6%	2240.9	12.8%
1973	494.9	13.3%	2499.9	11.6%
1974	385.0	-22.2%	2678.1	7.1%

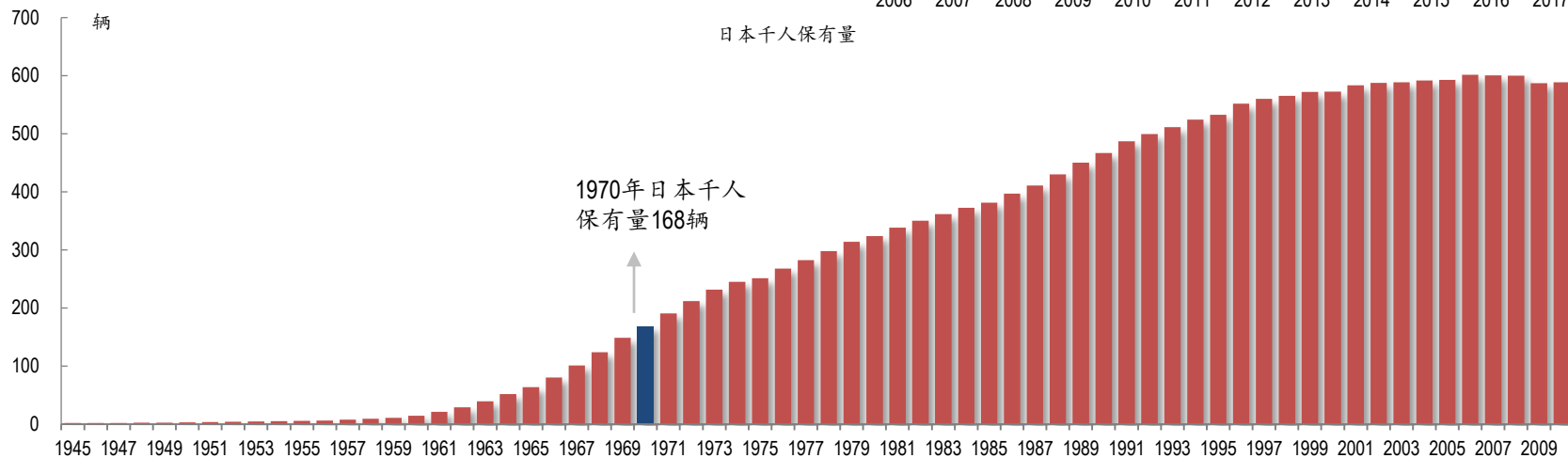
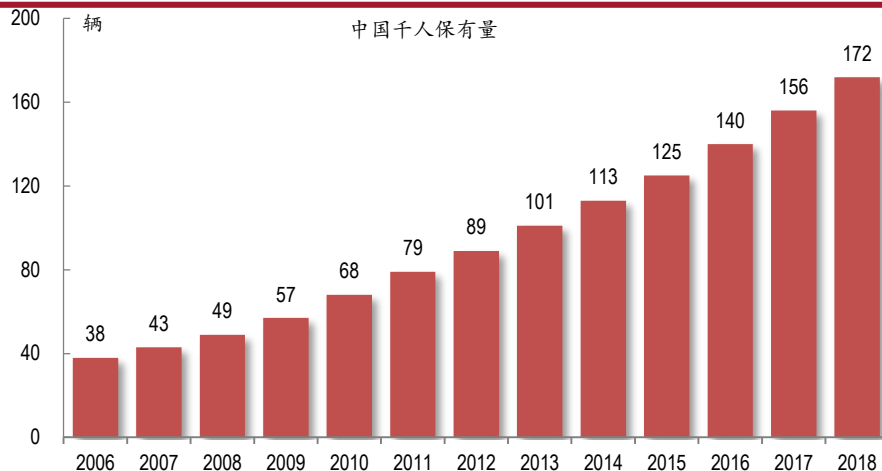
年度	中国汽车销量 (万辆)	同比增速	中国汽车保有量 (万辆)	同比增速
2004	506.1	16.9%	2693.7	13.0%
2005	575.7	13.8%	3159.7	17.3%
2006	718.4	24.8%	3697.4	17.0%
2007	878.5	22.3%	4358.4	17.9%
2008	936.3	6.6%	5099.6	17.0%
2009	1362.1	45.5%	6280.6	23.2%
2010	1804.2	32.5%	7801.8	24.2%
2011	1853.3	2.7%	9356.3	19.9%
2012	1930.3	4.2%	10933.1	16.9%
2013	2199.4	13.9%	12670.1	15.9%
2014	2348.9	6.8%	14598.1	15.2%
2015	2456.2	4.6%	16284.5	11.6%
2016	2793.9	13.7%	18574.5	14.1%
2017	2894.1	3.6%	20906.7	12.6%

数据来源：中汽协，日本自动车工业协会，财通证券研究所

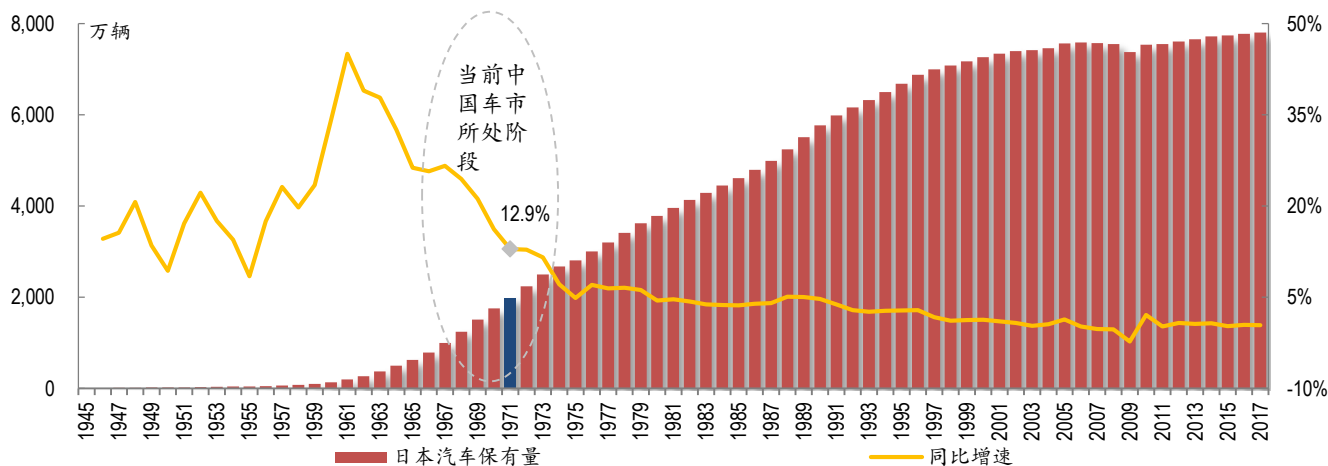
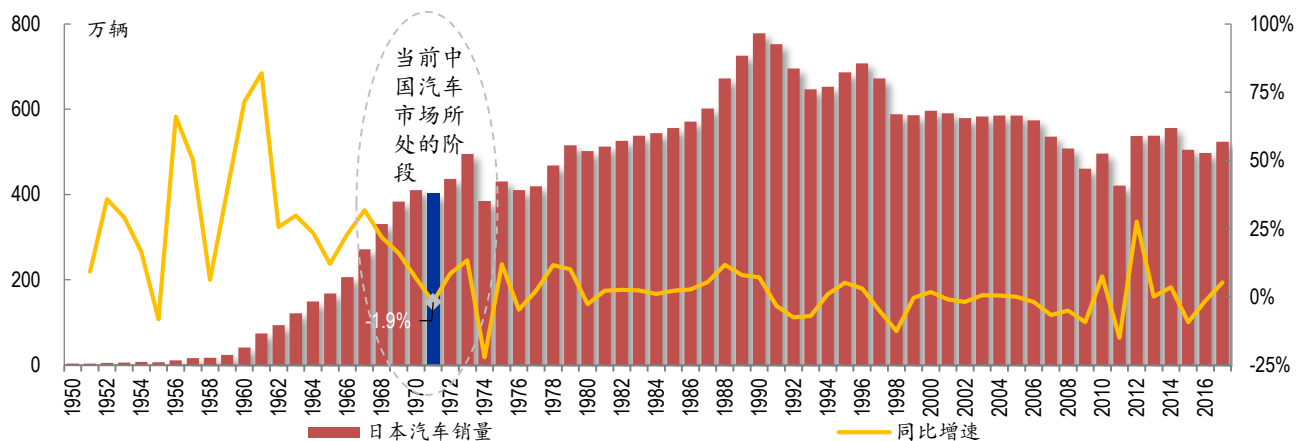
# 中国汽车市场处于国外成熟市场的哪一阶段？

◆ **相似点三：**1970年日本千人保有量为168辆；2017年中国汽车千人保有量为156辆，2018年千人保有量预计170辆左右。

◆ 千人保有量这一指标是衡量一国汽车普及程度的重要指标，从这一指标也可看出，当前中国汽车市场所处阶段与日本1971年附近较为相似。



# 中国汽车市场处于日本汽车市场的哪一阶段？



- ◆ 通过销量与保有量两个角度的对比，我们认为，当前的中国汽车市场正处于日本汽车市场发展进程中**1971年**附近。
- ◆ 日本汽车保有量在1971年为186万辆，2017年为7808万辆，基本处于保有量顶部位置。也就是说，1971年日本汽车市场仅完成了保有量普及进程的**25%**。
- ◆ 日本汽车销量在1971年为402万辆，销量最高点出现于1990年的778万辆，1971年日本汽车销量仅有最高销量的**52%**。

# 中国汽车市场空间预测——基于日本的情景假设

- ◆ 中国汽车行业发展到当前阶段，增长压力显现，引发市场对未来行业销量及保有量空间的担忧。我们认为，可以基于将中国类比于不同国家的情景假设，预测中国汽车市场的发展空间。尽管不同国家之间的人口规模、资源禀赋等各种条件不尽相同，美国或日本的今天也并不能代表中国的明天，但通过类比至少可以作为我们预测中国汽车市场空间的重要参考。

## 基于日本汽车市场的情景假设：

- ◆ 我们在上文中得出结论：当前的中国汽车市场和1971年附近的日本汽车市场非常相似，若假设中国汽车市场可以达到日本的高度。则：2017年中国汽车保有量为2.09亿辆，类比日本则当前仅完成保有量普及进程的25%，则中国汽车保有量的顶部为**8.22亿辆**。2017年中国汽车销量为2894万辆，类比日本1971年前后，则销量即将回落后进入第二浪，最高可攀升至**5600万辆**。
- ◆ 日本汽车市场从销量首次年度负增长（剔除普及初期的异常下滑年度1955年）的1971年到保有量首次年度负增长的2007年，用了**36年**。中国当前恰逢销量首次年度负增长之际，保有量见顶仍长路漫漫。

假如中国汽车市场远期可以达到日本的水平，销量和保有量情况

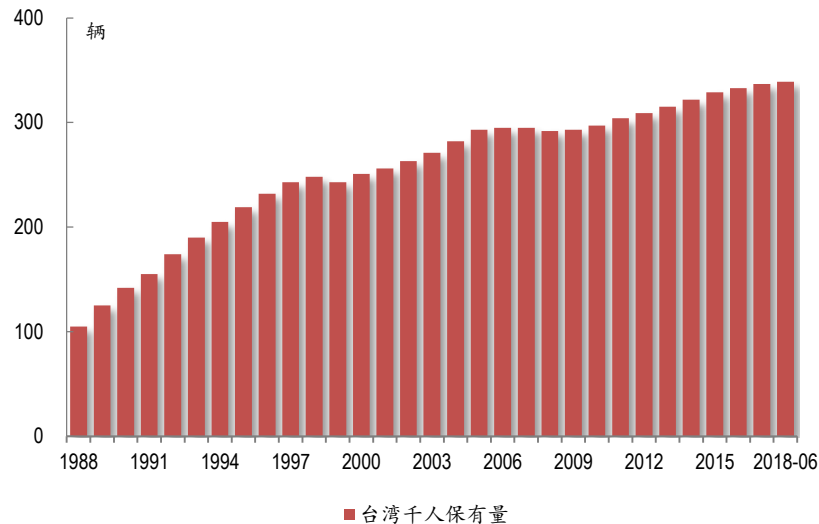
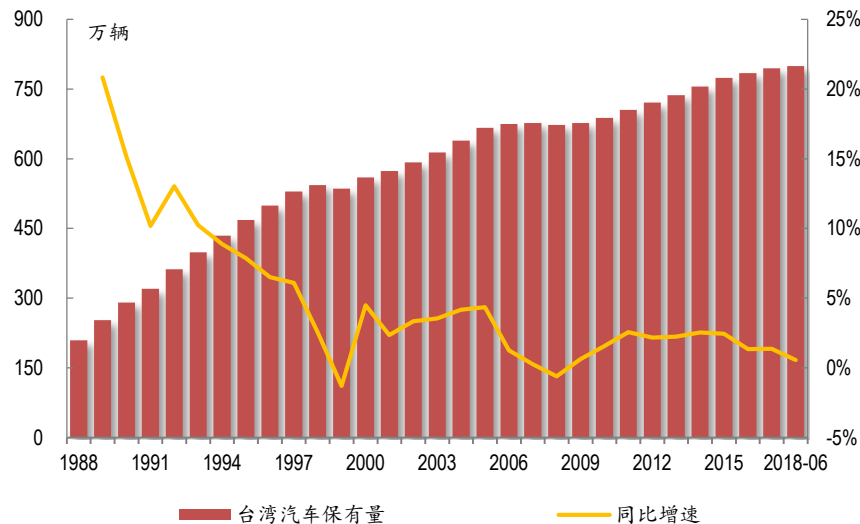
	2017年中国汽车市场(万辆)	未来中国汽车市场天花板(万辆)
销量	2894	5600
保有量	20900	82200

数据来源：日本自动车工业协会，财通证券研究所

# 中国汽车市场空间预测——基于台湾的情景假设

## 基于台湾汽车市场的情景假设：

- ◆ 由于中国台湾和中国大陆在文化、风俗等各方面较为相似，因此以台湾汽车市场作为中国大陆汽车市场的对标较为合理。
- ◆ 台湾汽车市场早已步入成熟阶段，1999年保有量首次年度负增长，近几年保有量基本稳定在800万辆左右，千人保有量维持330-340辆区间。
- ◆ 假设中国大陆汽车市场能达到中国台湾汽车市场的水平，则远期人均GDP达到2017年台湾人均GDP 24408美元，远期的千人保有量达到2017年台湾千人保有量339辆的水平。按照远期中国人口17亿来算，中国汽车远期的保有量将达5.76亿辆，较现在2.09亿辆仍有巨大的增长空间。



## 目录

汽车行业仍具较大增长空间

汽车行业具有典型早周期性

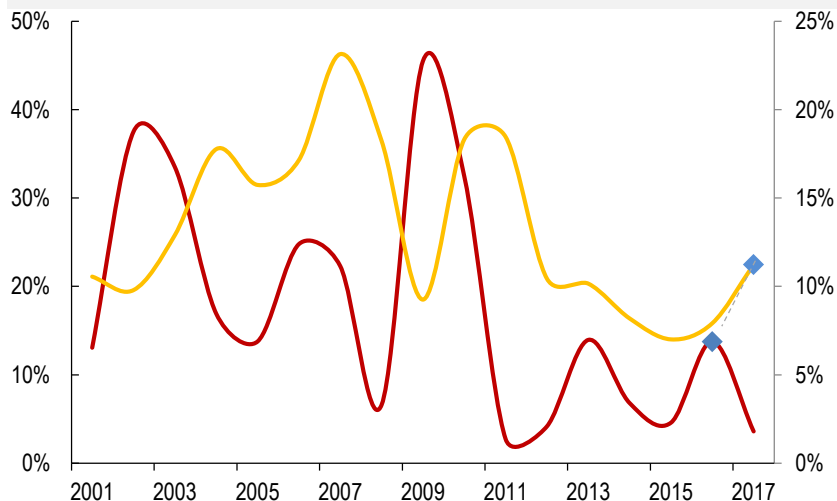
汽车股表现具有明显超前性

行业复苏正当时，汽车起来买什么？

# 汽车的早周期性：汽车销量增速与GDP增速高度相关，走势早于GDP

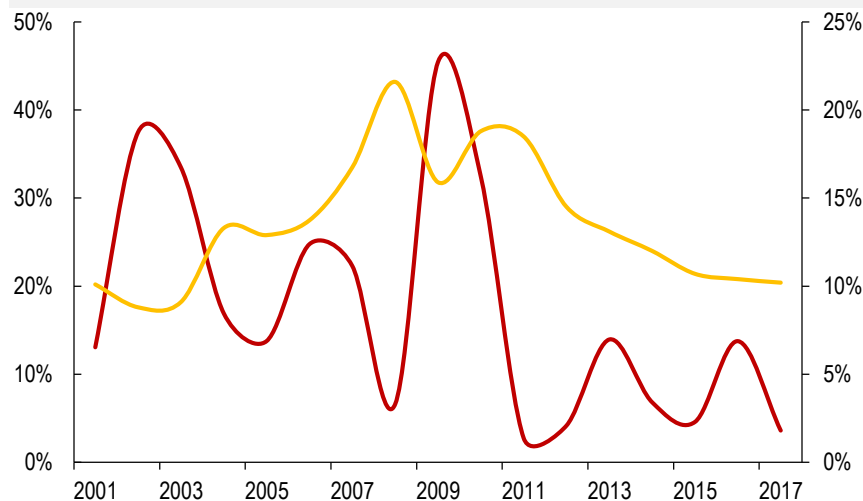
- ◆ 我们将汽车销量增速与名义GDP增速进行对比，发现二者高度相关，且汽车销量增速略领先于GDP增速1-2年。我们认为：汽车消费是对经济的重要支撑力量，且是经济走势的领先指标。
- ◆ 汽车作为可选消费品，对收入的弹性极高，也就是说，消费走弱时，首先抑制的是汽车这类可选消费，这一点从社会消费品零售总额数据中不难看出。我们发现，汽车销量增速与社会消费品零售总额增速高度相关，也领先于社会消费品零售总额增速1-2年。

### 汽车销量与名义GDP相关



— 汽车销量：同比增速 (左轴) — GDP：现价：同比增速 (右轴)

### 汽车销量与社会消费品零售总额的相关性



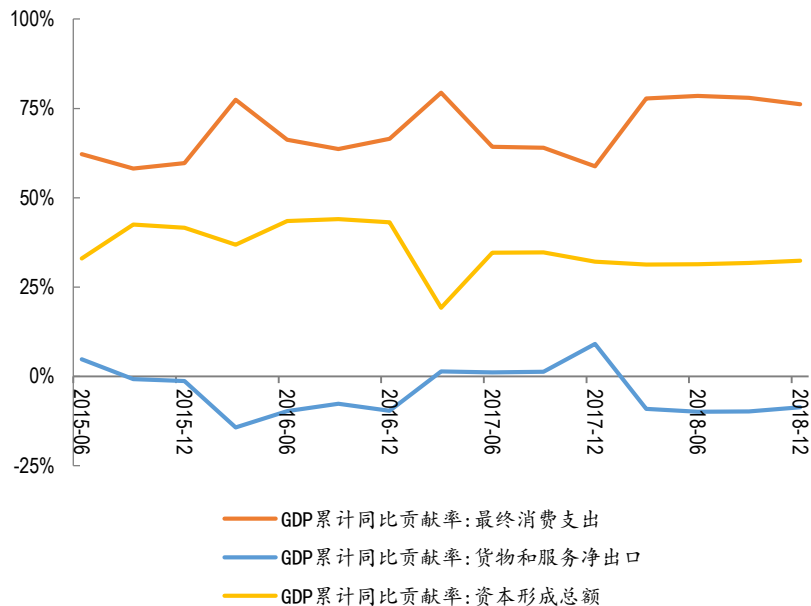
— 汽车销量：同比增速 (左轴) — 社会消费品零售总额：同比增速 (右轴)



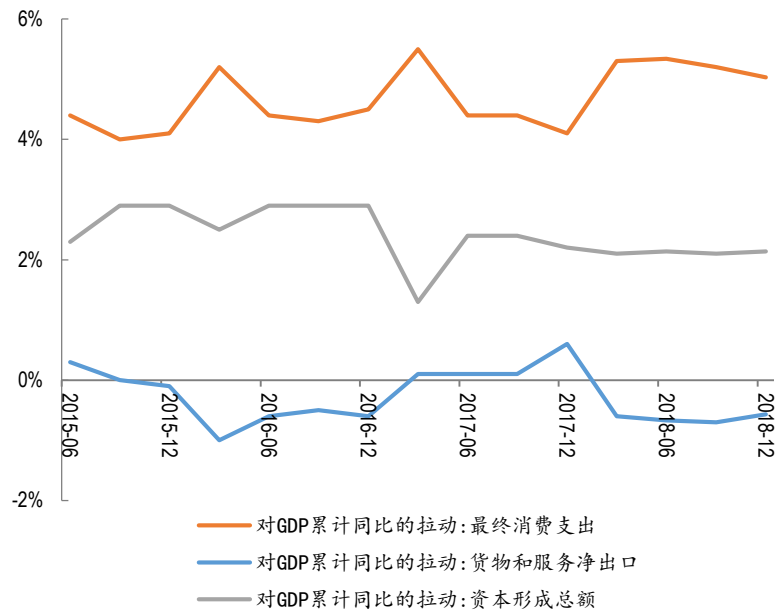
# 为什么汽车是早周期?

◆ 消费对GDP增长的贡献度为76.2%。2018年国内GDP增速6.6%，最终消费支出对GDP同比的拉动为5.0个百分点，对GDP增长的贡献度高达76.2%。也就是说，支撑国内经济增长的三驾马车中，显然消费是马力最大的一架马车。

### 三大产业对GDP增长的贡献度

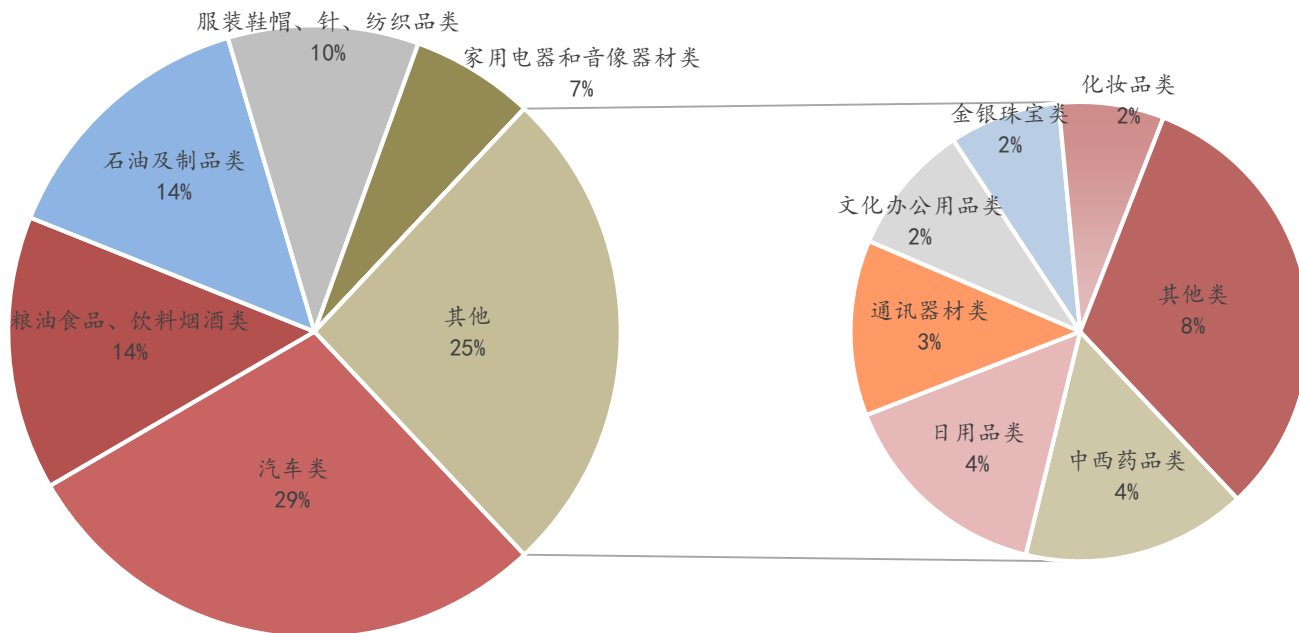


### 三大产业对GDP增长的拉动



## 为什么汽车是早周期?

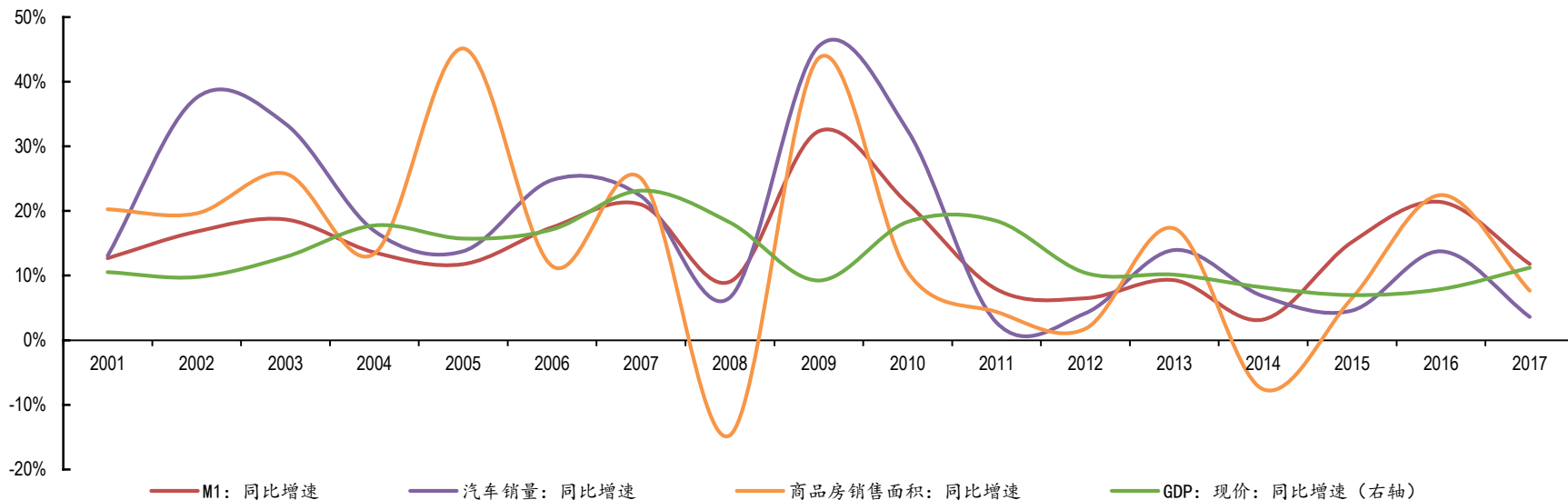
- ◆ 汽车消费在消费中占有较大比重。社会消费品零售总额中，汽车消费占比第一。我们统计了2018年限额以上企业商品零售总额，其中汽车类零售总额占比高达28.6%，远超其他商品消费占比。
- ◆ 由于汽车消费在国内消费结构中的占比最大，消费又是GDP增长的主要贡献力量，因此汽车消费对经济走势起着至关重要的作用。因此我们认为，未来汽车行业景气度走弱，将对经济走势造成不利影响。



# 为什么汽车是早周期：汽车行业对经济的传导路径

- ◆ 我们统计了2001年以来M1增速、汽车销量增速、商品房销售面积增速、GDP增速4个指标，发现四者具有强相关关系，且M1增速与汽车销量增速、商品房销售面积增速匹配度较高，而GDP增速略滞后于前3个指标。
- ◆ 货币政策是经济调节的基本手段，因此M1是经济调节的最基础工具；汽车和房地产是支撑经济最重要的两大产业，可作为经济调节的重要载体或中间渠道；而GDP是反应经济状况的最终结果。因此逻辑上可以理解为：通过调节M1，可拉动投资和刺激消费，从而作用于房地产和汽车行业，最终实现对GDP的拉动。

M1增速、汽车销量增速、商品房销售面积增速、GDP增速的相关性



汽车行业仍具较大增长空间

汽车行业具有典型早周期性

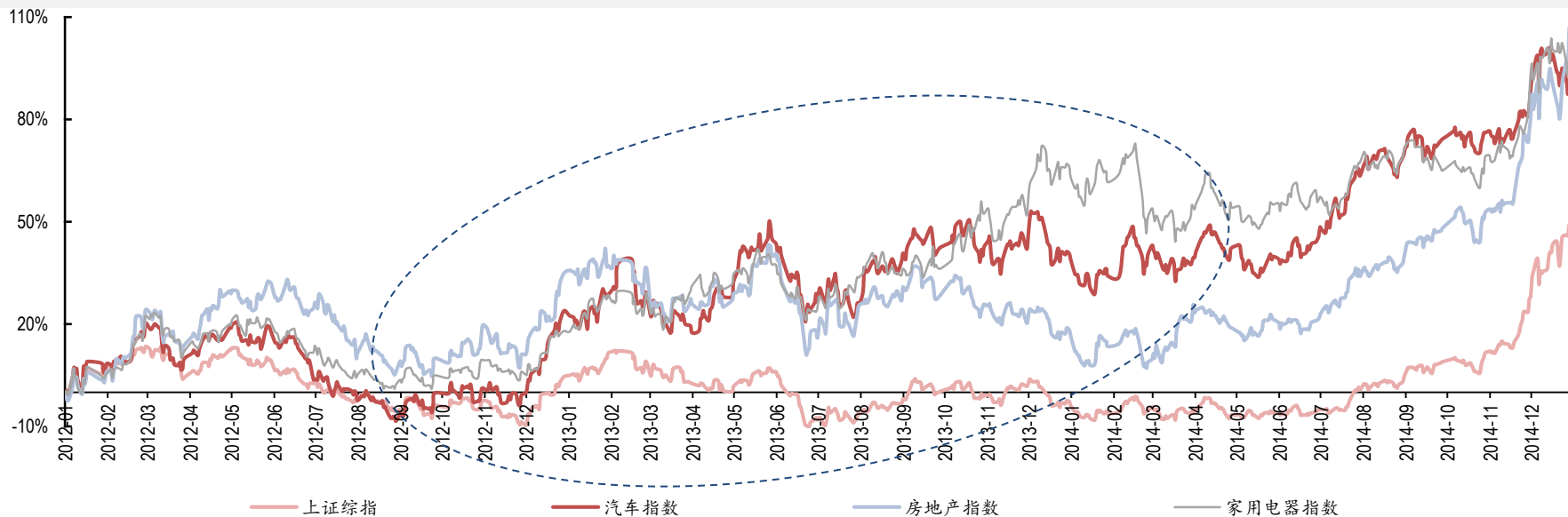
汽车股表现具有明显超前性

行业复苏正当时，汽车起来买什么？

## 2012-2014年，汽车早于大盘反弹，超额收益明显

- ◆ **汽车早于大盘企稳回升：**我们统计了2012年-2014年市场企稳回升阶段，各重要指数的表现。发现汽车指数早于大盘和其他行业指数，率先企稳回升。2012年9月底至2014年5月底，上证综指涨幅2.3%，房地产指数涨幅17.4%，家电指数涨幅54.0%，汽车指数涨幅**49.3%**。
- ◆ **待大盘回升时，汽车涨势不及大盘：**2014年5月底至2014年底，股票市场显著复苏，在此期间上证综指涨幅57.8%，房地产指数涨幅68.5%，家电指数涨幅27.3%，汽车指数涨幅36.3%。

2012-2014年各指数表现

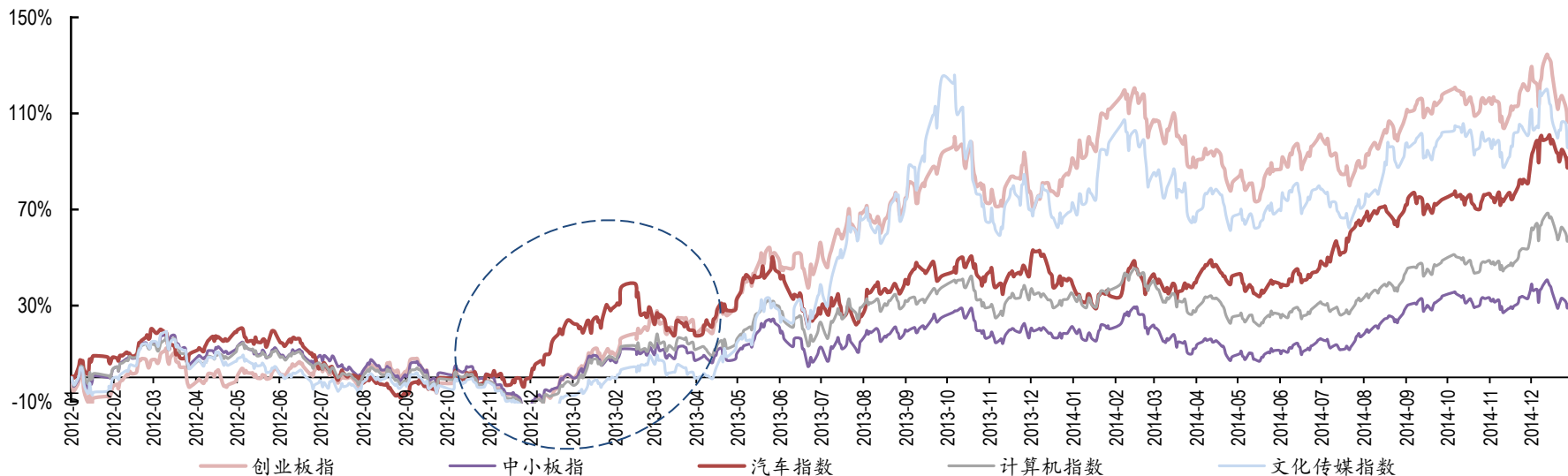


数据来源：Wind，财通证券研究所

## 2012-2014年，汽车早于创业板2个月反弹

- ◆ **汽车早于创业板企稳回升：**汽车指数从2012年9月底开始企稳回升，创业板从2012年12月初开始企稳回升，汽车板块早于创业板近2个月企稳回升。
- ◆ **汽车早期涨幅高于创业板：**从2012年9月底汽车板块开始反弹开始计算，截至2013年3月初之前，汽车指数涨幅均超过创业板涨幅，相对创业板有明显的超额收益。至此之后，尽管汽车板块涨幅仍在扩大，但开始逐渐落后创业板涨幅。
- ◆ **计算机、文化传媒等行业走势基本与创业板一致，均是滞后于汽车板块企稳回升。**从这一角度，汽车“早周期性”也较为典型。

2012-2014年各指数表现

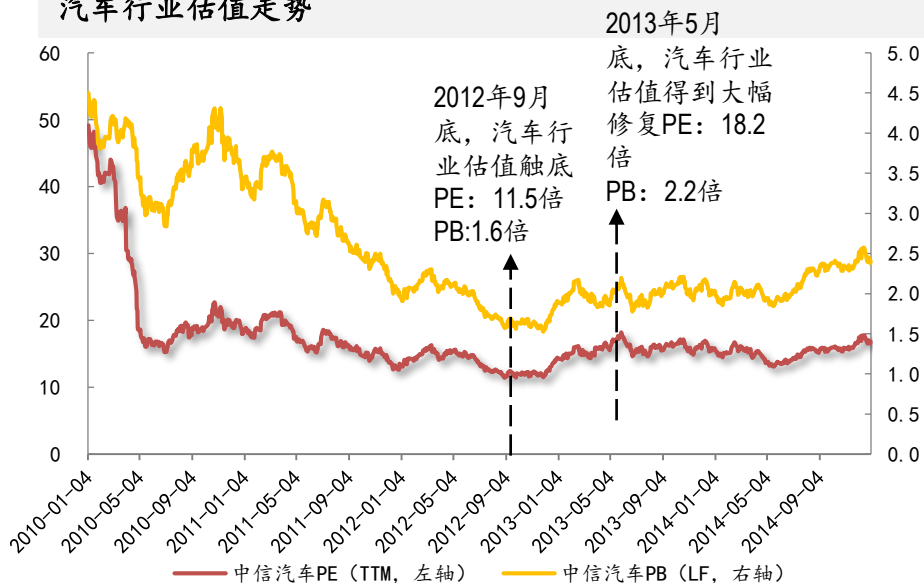


数据来源：Wind，财通证券研究所

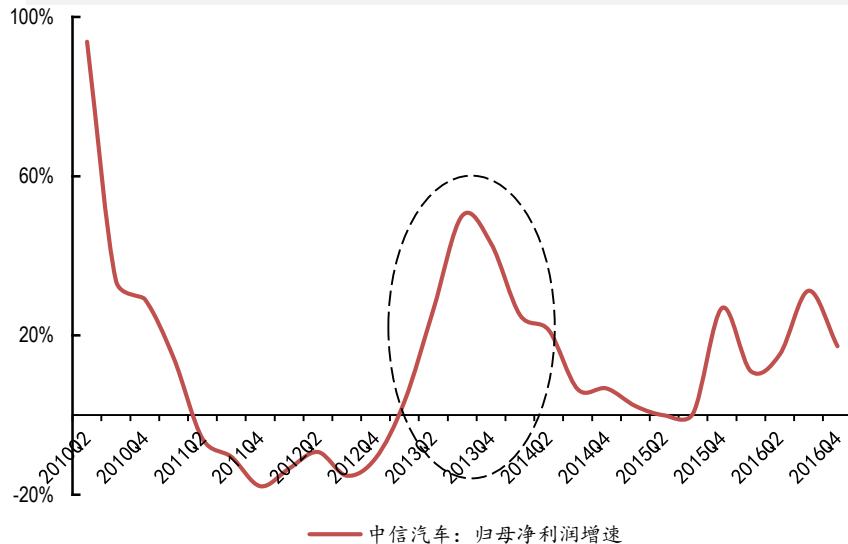
## 2012-2014年汽车率先反弹的背景：2012年9月汽车行业PE与PB触及历史新低

- ◆ **2012-2014年汽车率先反弹的背景：**汽车行业估值由2010年10月底的高点开始一路下行，于2012年9月触及历史底部，彼时行业PE (TTM) 为11.5倍，PB (LF) 为1.6倍。
- ◆ **先涨估值：2012年9月底-2013年5月底汽车行业估值快速修复。**汽车行业估值在2012年9月底触底后迎来快速修复，PE (TTM)由2012年9月底的11.5倍修复至2013年5月底的18.2倍，PB (LF) 由2012年9月底的1.6倍快速修复至2013年5月底的2.2倍。
- ◆ **再涨业绩：2013年5月底-2014年5月底汽车行业相对大盘仍有显著超额收益。**2013Q1开始汽车行业业绩增速转正，2013Q2/2013Q3/2013Q4/2014Q1行业业绩增速分别为26.6%/50.1%/43.1%/25.1%，此阶段估值基本稳定，股价上涨主要是业绩驱动。

### 汽车行业估值走势



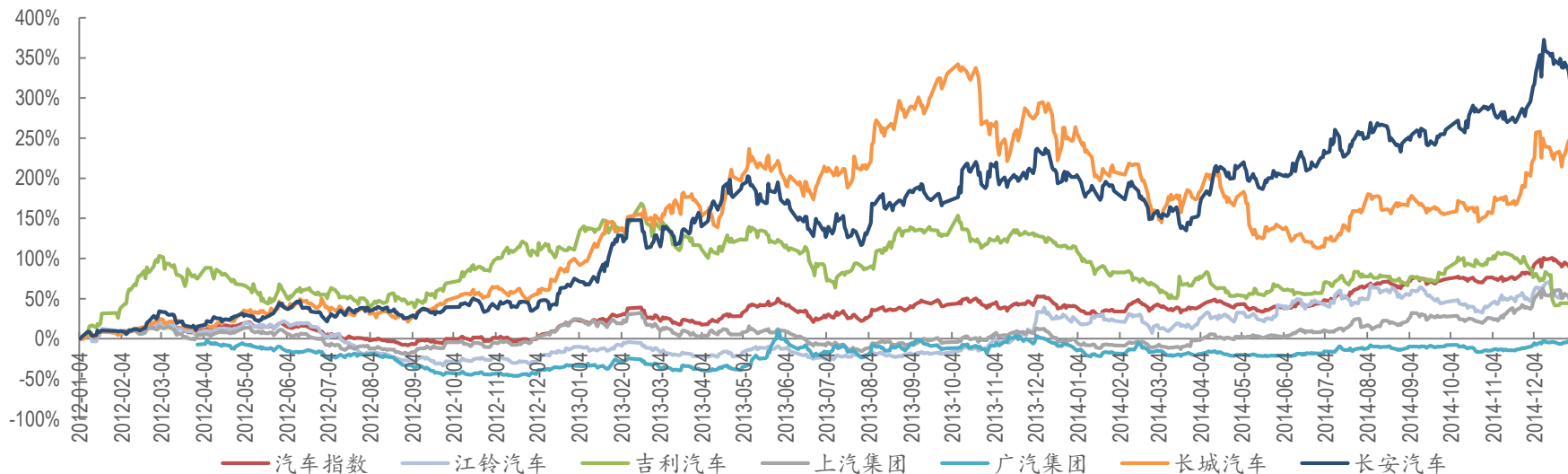
### 汽车行业业绩走势



## 2012-2014年涨幅居前的汽车股：长安汽车（332.4%）、长城汽车（250.0%）

- ◆ 2012-2014年汽车股跑出明显超额收益，我们分别统计了主流汽车股在这一期间的涨跌幅：长安汽车（涨幅332.4%）、长城汽车（涨幅250.0%）、汽车指数（涨幅91.5%）、上汽集团（涨幅51.6%）、江铃汽车（涨幅51.5%）、吉利汽车（涨幅42.0%）、广汽集团（涨幅-5.7%）。
- ◆ 长安汽车和长城汽车涨幅最大：长城汽车在2012年至2013年10月期间，涨幅一度高达337.5%；长安汽车上涨持续性强，2012年至2014年期间迭创新高，涨幅最高达372.6%。长城长安成为彼时当之无愧的汽车明星股。
- ◆ 为什么长城长安表现最强？在行业复苏之际，长城长安适逢强产品周期，行业周期与公司自身周期共振下股价具备高弹性。

### 2012-2014年各整车股表现





# 长城强产品周期

2012年长城强  
产品周期

哈弗系

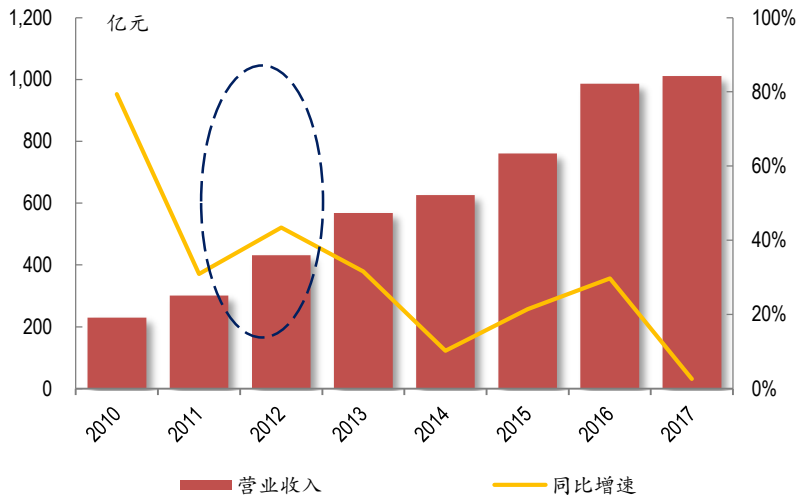


哈弗H5

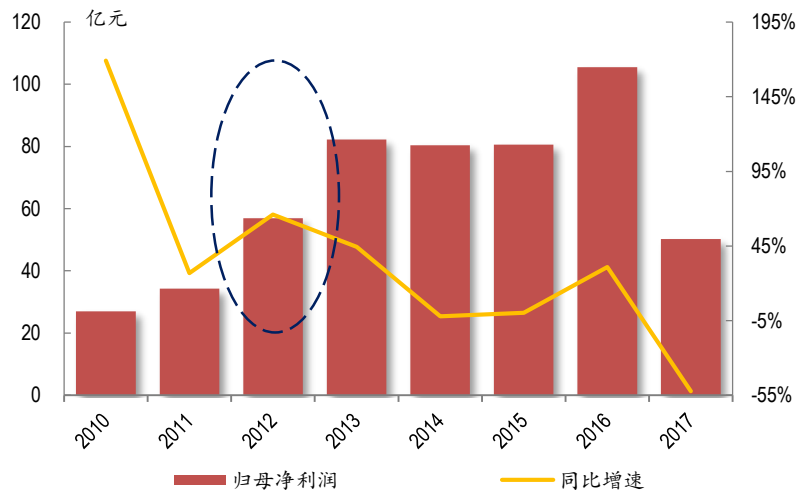


哈弗H6

## 长城汽车营业收入及同比增速



## 长城汽车净利润及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

数据来源：公司公告，财通证券研究所

# 长安强产品周期

2013年长安强产品周期

自主品牌



长安-CS35



长安-逸动



长安-悦翔



长安-欧诺

合资品牌



福特-翼虎



福特-翼搏

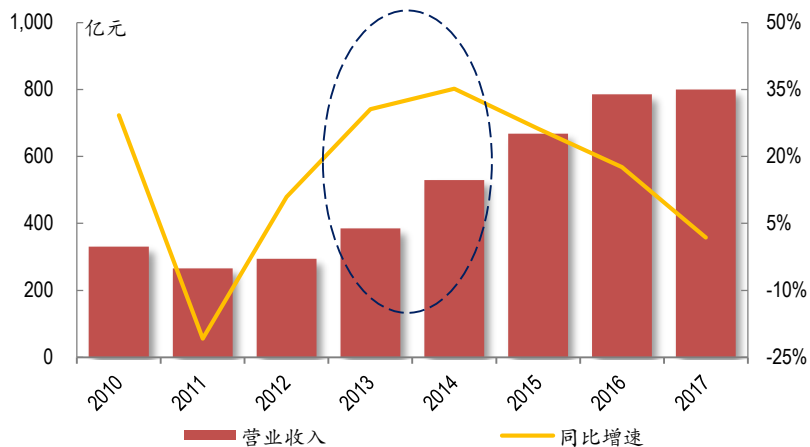


福特-新蒙迪欧

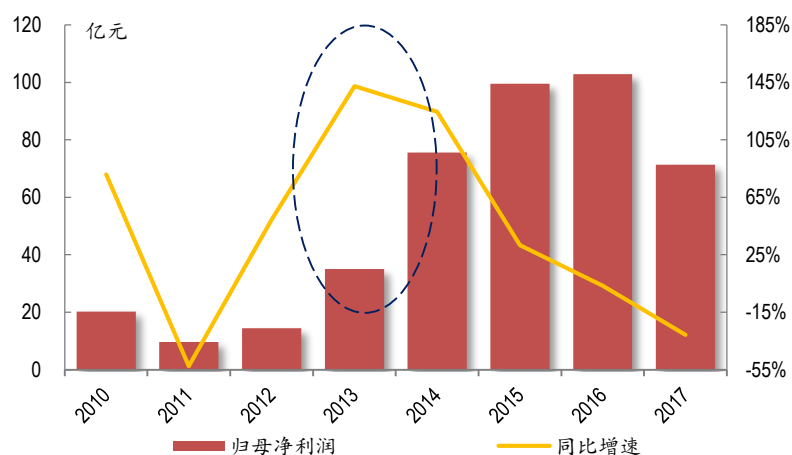


福特-新嘉年华

## 长安汽车营业收入及同比增速



## 长安汽车净利润及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

数据来源：公司公告，财通证券研究所

汽车行业仍具较大增长空间

汽车行业具有典型早周期性

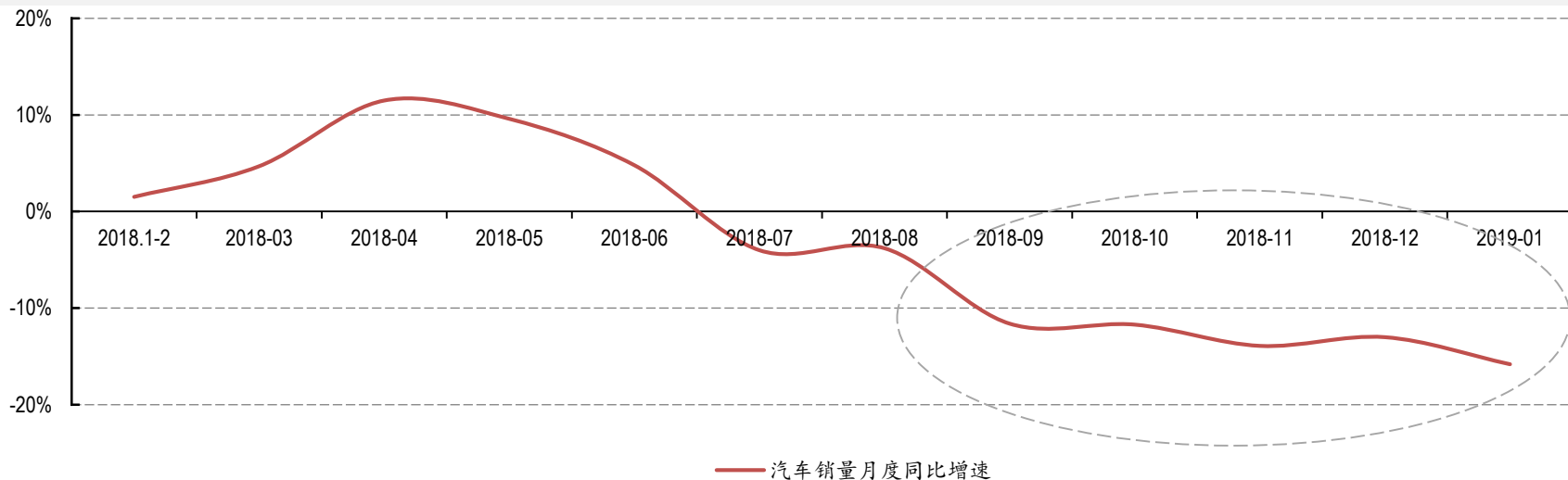
汽车股表现具有明显超前性

行业复苏正当时，汽车起来买什么？

## 行业复苏进行时

- ◆ 2019年1月，汽车批发销量（中汽协口径）同比下滑15.7%，较上月跌幅继续扩大；零售销量（乘联会口径）同比增长下滑4%，较上月（-17.0%）大幅改善；零售销量（交强险口径）同比增长24.0%，较上月（-22.9%）大幅改善。我们认为，批售低迷主要受主动去库存以及高基数影响，零售回升反应终端需求回暖，行业走向复苏。我们预计后续批售端将逐渐向零售端收敛，**坚定看好行业走向复苏**。
- ◆ 越往后看，行业复苏力度越大。由于2018年汽车景气度前高后低，尤其2018年7月以后连续7个月出现同比负增长，9月之后甚至出现10%以上的下滑，因此越往后看，同期的基数压力越小，行业同比增速修复的力度或将越大。

于2019年车市而言，2018年下半年基数较低



## 政策刺激或将推出

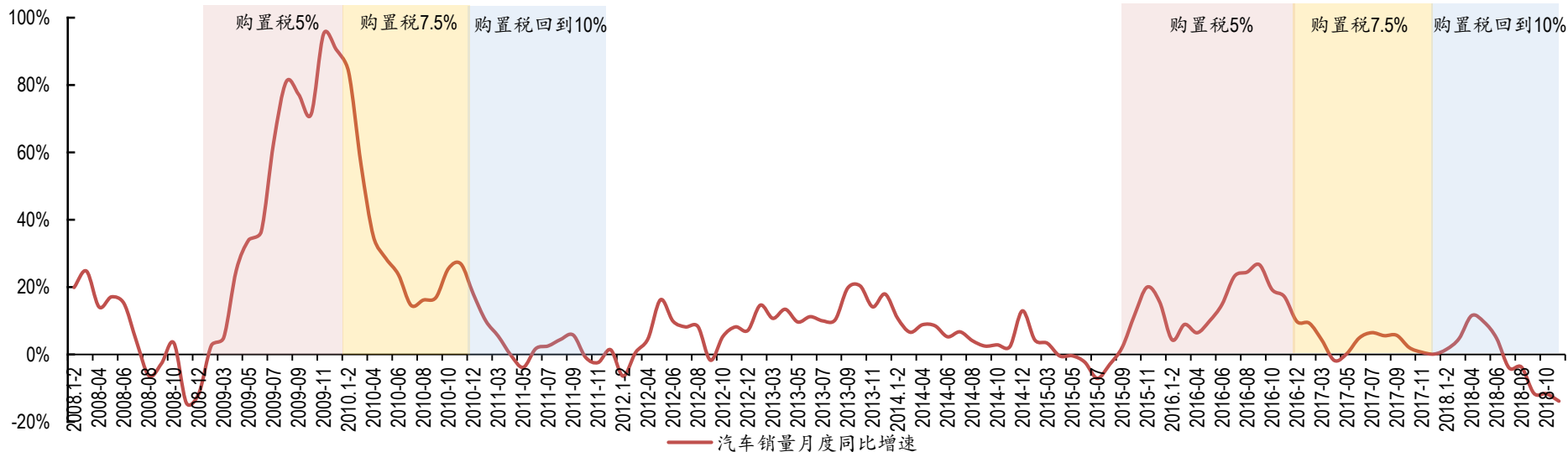
◆ 中国车市曾在2009年、2015年两次推出购置税优惠政策，从汽车销量表现上看，政策刺激对提振销量的效果十分显著。

◆ 我们分别总结了前两轮政策刺激推出的背景：

1) **第一轮政策刺激（2008年）推出背景：**2008年11月和12月汽车销量同比增速分别为-14.5%和-11.6%，连续两个月出现十位数以上下滑，这在此前汽车行业发展中从未出现过。

2) **第二轮政策刺激（2015年）推出背景：**2015年4-8月行业销量连续5个月下滑，成为此前行业历史上最长的连续下滑。

◆ 当前车市，自2018年7月开始月度销量增速已经连续7个月负增长，创下历史最长连续下滑记录，且当前仍未有明显迹象显示销量同比增速能立即转正。类比前两轮刺激政策推出背景，我们认为，当前政策刺激很有可能再次推出。

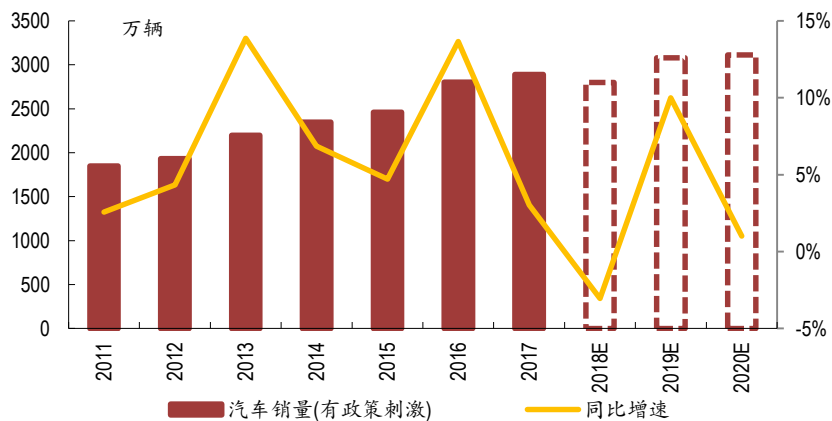


数据来源：中汽协，财通证券研究所

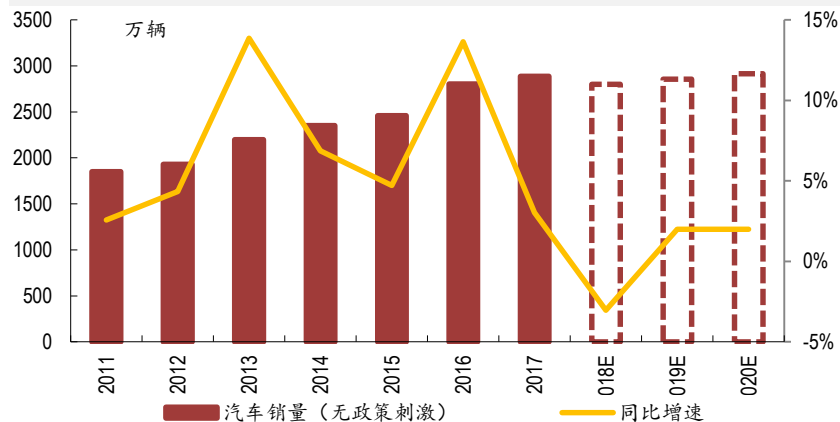
# 政策刺激预期强烈

- ◆ 1月8日，根据央视新闻报道，国家发改委副主任宁吉喆表示，今年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施。
- ◆ 1月28日，发改委等十部门印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》，方案部署了24项政策措施，其中6条措施涉及汽车领域，包括老旧汽车报废更新、新能源汽车、农村汽车消费、皮卡进城、二手车市场、机动车限购等。
- ◆ 本轮车市景气度低迷是前所未有的，当前种种迹象表明，汽车刺激政策或在路上。
- ◆ 站在当前时间点看，车市复苏是大势所趋，但政策刺激能决定复苏的弹性。1) 若2019年政府出台针对汽车消费的专项刺激政策，行业有望迎来强复苏，预计2019年行业或实现销量3080.0万，同比增长10.0%；(2) 若无政策刺激，行业将是在2018年低基数上的弱复苏，2019年有望实现销量2856.0万，同比增长2%。尽管全年弹性有限，但逐月来看，复苏力度较大。

### 若出台政策，2019行业有望实现10%增长



### 若无政策，2019年行业或实现2%的增速

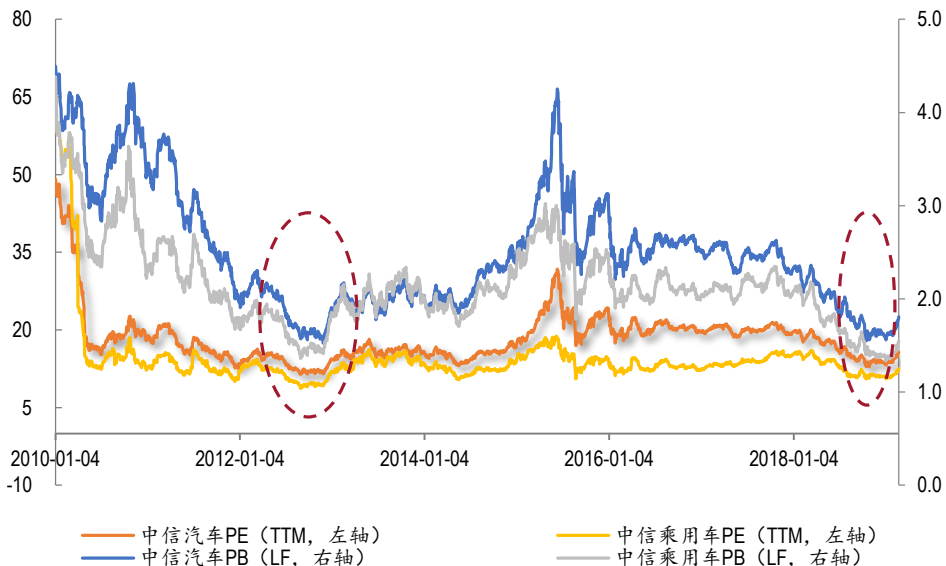


数据来源：中汽协，财通证券研究所

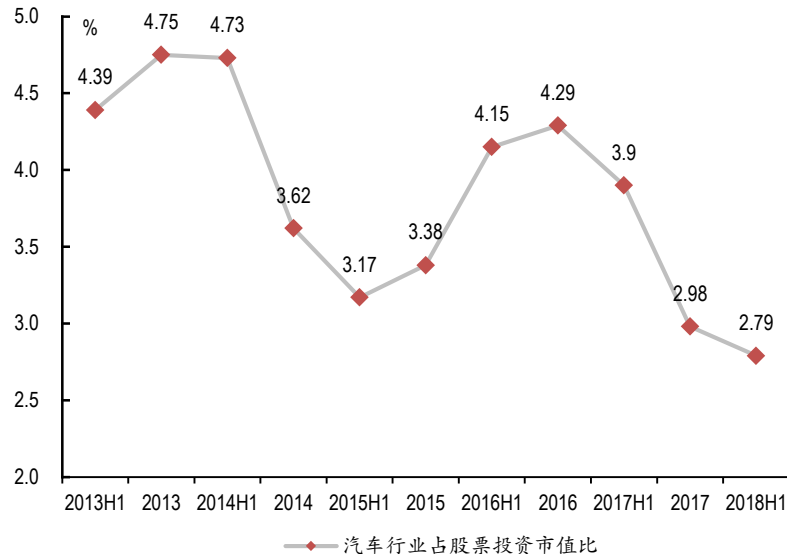
# 汽车股筹码低位

- ◆ 2012年汽车行业估值由2010年10月底的高点开始一路下行，于2012年9月触及历史底部，彼时汽车行业PE（TTM）为11.5倍，PB（LF）为1.6倍。乘用车PE（TTM）为9.0倍，PB（LF）为1.4倍。当前汽车行业估值亦处于底部位置，行业PE（TTM）为12.5倍，PB（LF）为1.8倍。乘用车PE（TTM）为12.5倍，PB（LF）为1.6倍。对比上一轮汽车行业估值，本轮行业也处于估值底部位置。
- ◆ 汽车股经历3年下跌，目前筹码已处于底部位置。从基金持仓来看，2018年H1汽车行业占股票投资市值的比重为2.79%，为近几年最低。

### 汽车行业估值处于历史低位

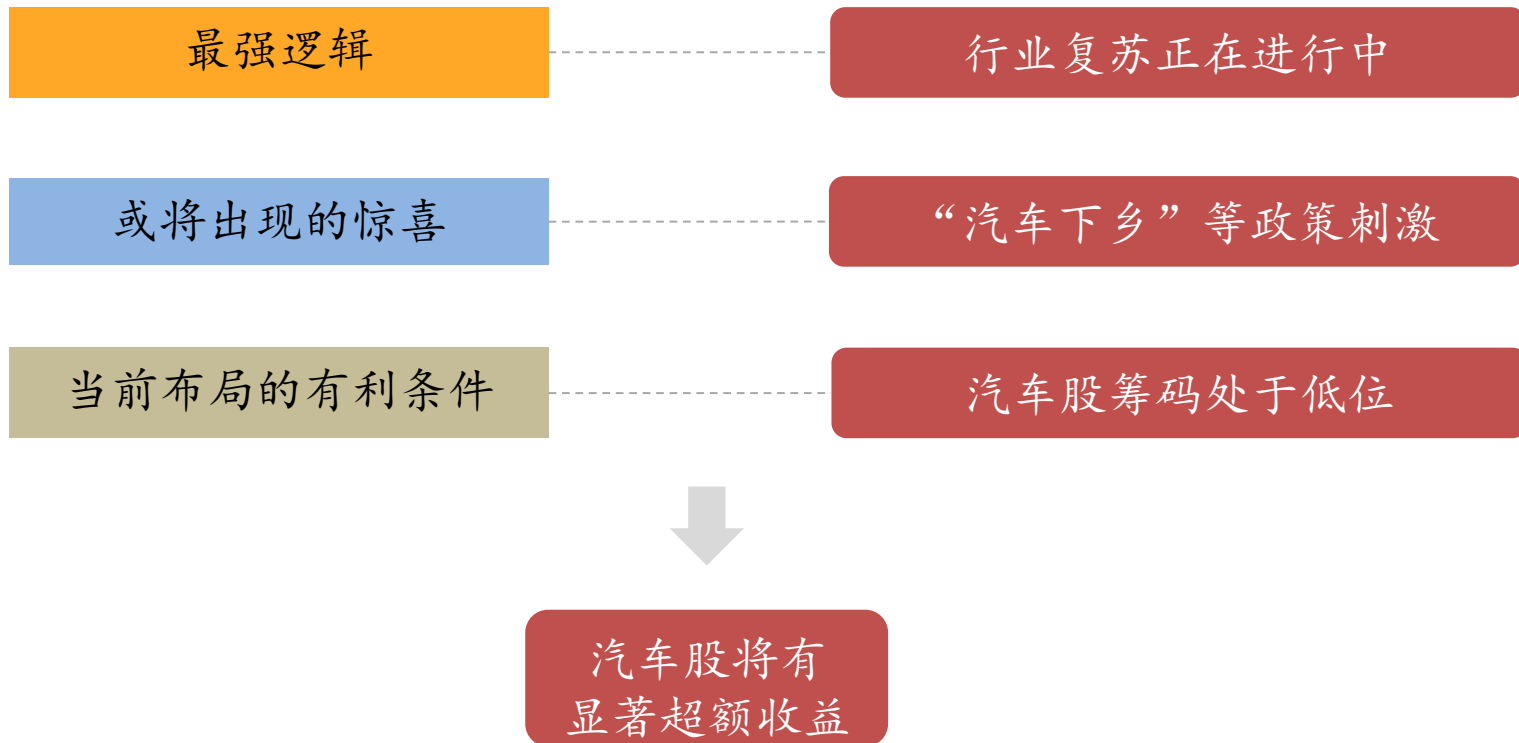


### 汽车股持仓处于低位



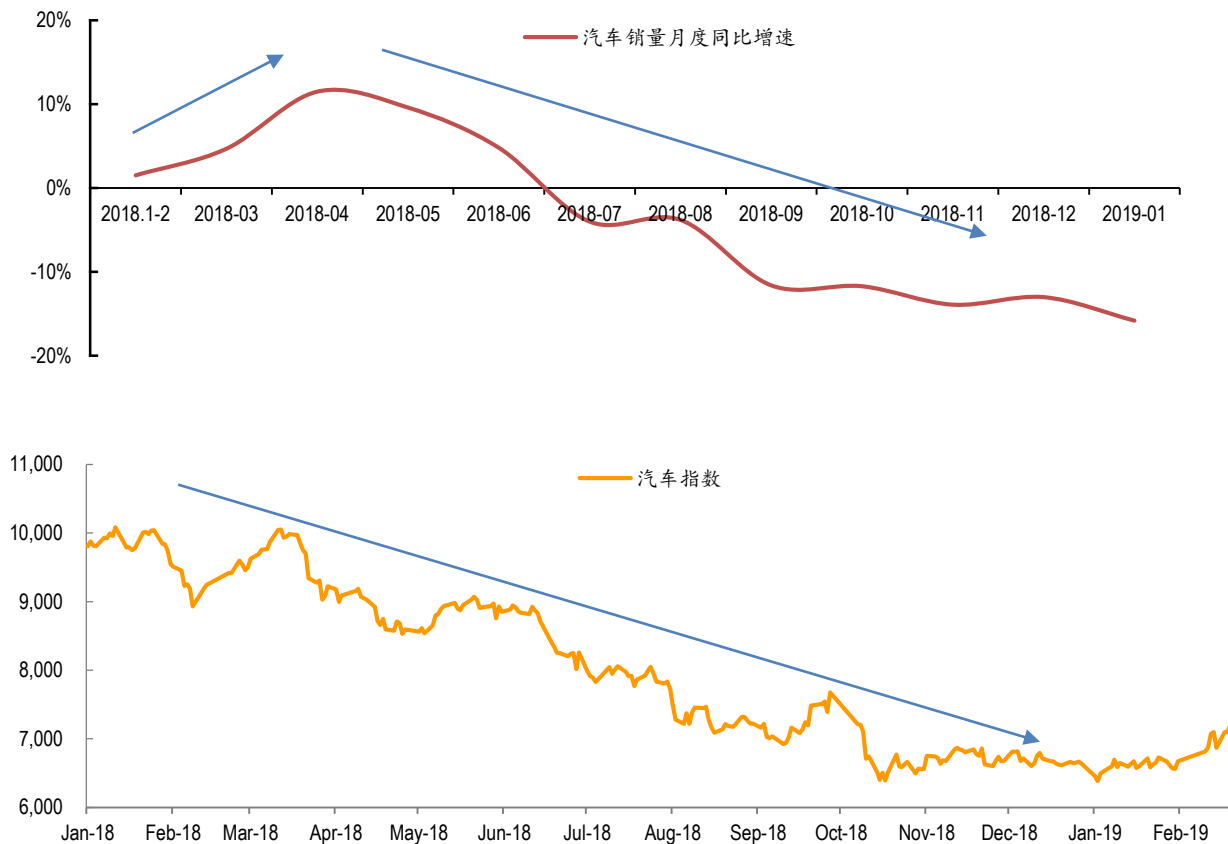
数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 汽车股出现绝佳布局窗口





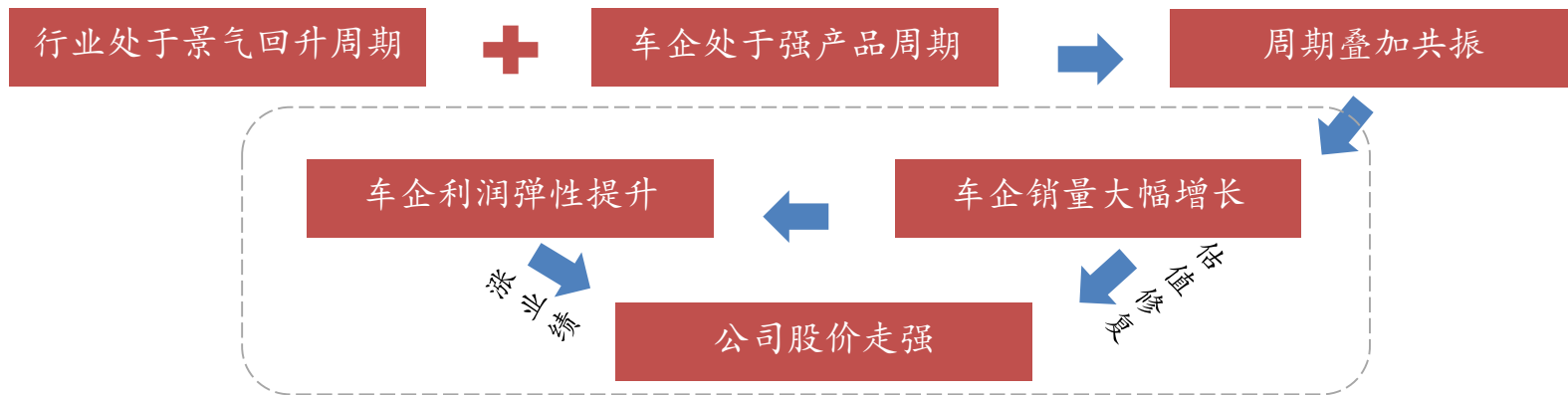
## 汽车投资需抓大放小：重大趋势，轻短期预期差



- ◆ 2018年汽车销量增速前高后低：上半年汽车销量增速实际是超市场预期的，尤其4月份同比增长11.5%，5月份仍同比增长9.6%，这其中存在显著预期差，但是汽车指数并未有明显表现。
- ◆ 我们认为：汽车股是典型的周期性股票，其实是预期的游戏。尽管2018年4、5月份行业数据超预期，可视为短期存在预期差。但拉长维度看，市场对未来汽车景气度的判断是大方向向下，因此汽车指数直接忽略短期的预期差不去修复，而是趋势下行。汽车股投资更重要的是看准大趋势，忽略短期小的预期差。

## 投资策略：以新车周期为主线布局

- ◆ 车企在某一阶段集中投放新车型，即迎来强产品周期。由于新车通常较老车更具产品力，消费者通常“买新不买旧”，因此处于强产品周期的车企往往能取得超越行业的表现，业绩与股价也有强势表现。
- ◆ 2012年长城汽车的强产品周期、2013年长安汽车的强产品周期、2016年吉利汽车的强产品周期，都推动了公司业绩显示提升，公司股价也均有较大的涨幅，长城汽车2012年股价涨幅268.7%，长安汽车2013年股价涨幅73.3%，吉利汽车2016年股价涨幅81.0%。
- ◆ “造势”+“乘势”，方能实现周期共振。车企形成自身强产品周期为“造势”，但若同时踏准行业复苏节奏，即可“乘势”实现周期“共振”，则业绩增幅与股价涨幅将非常可观。当前汽车批售数据仍在触底（1月中汽协销量同比下滑15.7%），但汽车零售数据已明显回暖（1月上险量同比增长24.0%）。我们预计后续批售端将逐渐向零售端收敛，行业走向复苏方向确定，且越往后看，同期的基数压力越小，行业同比增速修复的力度或将越大。值此行业景气度回升之际，我们建议重点关注恰好处于强产品周期的长安汽车、上汽集团。



# 长安汽车：行业复苏+强产品周期+估值低位

## 长安福特强产品周期



福睿斯改款  
2018.10



福克斯换代  
2018.11



翼虎年度车型  
2019Q4



锐界中期改款  
2019Q2



林肯MKC  
2019Q4



林肯飞行家  
2020年底



探险者国产化  
2020年底



林肯航海家  
2021年



林肯MKZ  
2021年

- ◆ 超强产品周期来袭，公司周期有望与行业周期叠加“共振”。福特开启“中国2025计划”：截至2025年年末，福特将在中国市场投放50款新车型，包括8款全新SUV。从节奏上看，2018年福克斯换代车型、福睿斯改款已上市，2019年将有翼虎年度款换代、年底锐界中期改款上市。2020年上半年翼虎换代、林肯国产化第一款车MKC上市。2020年底林肯飞行家上市、福特大型SUV探险者国产化。2021年航海家（跟锐界同平台）、林肯MKZ上市。我们预计，汽车行业在2018年12月触底后有望迎来复苏，公司产品周期与行业周期叠加“共振”，将大幅提升公司业绩弹性。
- ◆ “行业复苏+强产品周期+估值便宜”，长安汽车具备高弹性。公司当前PB仅0.92倍，具备较高安全边际。随着行业走向复苏，整车股有望迎来估值修复，叠加公司迎来强产品周期，后续业绩弹性组，公司股价具备较高弹性。预计2018-2020年EPS分别为0.12元、0.59元、1.49元，对应PE为74.5倍、15.2倍、6.0倍，维持“买入”评级。

## 上汽集团：合资迎新产品大年，自主高增长延续

- ◆ 合资企业方面：上汽大众、上汽通用在2019年将有多款SUV上市，进一步改善产品结构，提升利润。其中上汽大众2019年的新车T-Cross、途昂GT以及2018年10月底上市的途岳有望带动上汽大众在2019年销量和利润稳健增长。上汽通用2019年预计会有四款全新及换代SUV投放，新车型上市有望提升销量并回收终端价格。上汽奥迪将补齐公司豪华车产品体系，我们预计首款车A7将与辉昂同平台，有望于2021年上市。上汽奥迪的落地，将使公司产品结构升级，并带来业绩增厚。
- ◆ 自主品牌方面：MG HS和荣威i5分别在2018年9月中旬和10月底上市，MG HS为RX5的同平台车型，但定位更加年轻。荣威i5起步价5.6万在自主轿车市场具有强大的竞争力，有望与MG HS一起成为带动自主品牌销量持续增长的全新动力。
- ◆ 公司近年来分红居高不下，一直维持 50%以上水平。优秀业绩+高股息率为公司股价提供较强安全边际。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 3.08/3.42/3.75 元，对应 PE 分别为 9.5/8.6/7.8倍。维持“买入”评级。

证券代码	公司名称	价格 (2019.02.26)	EPS			PE			评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
000625	长安汽车	8.73	0.12	0.59	1.49	72.8	14.8	5.9	买入
600104	上汽集团	28.45	3.08	3.42	3.75	9.2	8.3	7.6	买入

数据来源：Wind，财通证券研究所

## 风险提示

---

- (1) 国内宏观经济运行不及预期；
- (2) 国内居民收入增长不及预期；
- (3) 居民消费需求不及预期；
- (4) 汽车行业景气度不及预期。

# 信息披露

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

## 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

## 行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

# 信息披露

## 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。